

[2009.1.6]

细分行业评级

煤炭采选业

中性

小矿减产与需求恢复共促煤价短期稳定

煤炭行业 09 年 1 月报

✍ 杨立宏

☎ 010-59132711

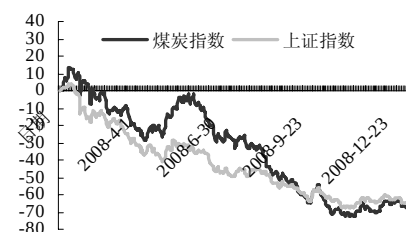
✉ yanglihong@gtjas.com

本报告导读：

- 小煤矿减产与下游需求恢复性增长是煤价稳定的主要支撑因素
- 未来2-3月仍有望持续

投资要点：

- 乡镇煤企产量增幅放缓为整体产量下降做出贡献。11 月全国原煤产量 2.30 亿吨，同比减少 2.6%，环比基本持平；小煤矿是产量下降的主要贡献力量，11 月当月乡镇煤企生产原煤 8109 万吨，同比减少 12.68%，环比减少 1.33%，连续 4 月减产。未来 2-3 个月是小矿的传统假期，预计仍将维持相对低产量。
- 社会库存创新高，秦皇岛港库存下降。截至 11 月底，全社会煤炭库存为 2.02 亿吨，较年初增加 49.15%，较上月增加 9.82%，刷新库存新高。从库存结构来看目前煤炭企业库存增幅最大。截至 12 月 27 日，秦皇岛库存量为 625.2 万吨，较高点回落 32.73%，较去年同期增长 19.20%。
- 国内外煤炭价格企稳，价差缩小。12 月前半月秦皇岛动力煤价格继续下跌，后半月企稳；大同动力煤坑口价格 12 月均价环比下跌 7.12%，跌幅明显减缓；古交 8 号焦煤、2 号焦煤月度均价则环比分别上涨 2.43% 和 1.40%；国际市场方面，国际煤价已经连续 6 周维持在 80 美元附近。按照同等发热量折算后，12 月澳煤均价较秦皇岛大同优混的价格高 12 美元，价差较上月缩小 13 美元。
- 9-11 月份行业盈利环比下降，账款回收放慢。9-11 月份收入、毛利、利润分别环比 6-8 月下降 6.22%、14.21% 和 17.64%，行业毛利率和利润率分别较 6-8 月分别降低 3 个百分点和 2 个百分点，但仍较 3-5 月略高；9-11 月份应收账款环比 6-8 月份环比上升 80.43%，高于收入增幅 87 个百分点。从行业的盈利情况推测，4 季度单季煤炭上市公司的盈利应与 2 季度持平，但盈利质量下降。
- 未来 2 月煤价仍有望维稳但基础仍脆弱。供给方面，被动减产是价格得以维稳的供给面驱动，这部分未利用的产能成为蓄水池，随时可能释放，考验需求承受力，我们更期待影响长期供给的催化因素出现；需求方面，目前下游行业在消化高库存的基础上产量降幅趋缓，价格企稳，但其下游需求是否真正恢复还待观察。
- 维持对行业的中性评级。09 年 3 月份旺季因素消除后动力煤价格可能仍有一定下跌空间，而成本刚性、增值税提高因素使煤炭公司的业绩的环比下滑现象持续到 09 年 2 季度，行业缺乏向上驱动因素；从估值上看，中性预期下 09 年动态 PB 为 2 倍左右，与行业周期下行阶段的估值相比基本合理，我们维持对行业的中性评级。未来 2-3 个月煤价的稳定以及较低的估值仍支持煤炭板块的反弹。



相关报告

煤电博弈的三种结果与一个事实

(08.12.25)

不确定的需求增长，确定的景气回落

(08.12.12)

心忧炭贱愿天寒

(08.12.05)

动力煤忧价，冶金煤忧量

(08.11.25)

煤炭：增值税改革雪上加霜

(08.11.11)

从周期角度看煤炭行业的投资机会

(08.11.03)

行业景气下滑刚刚开始

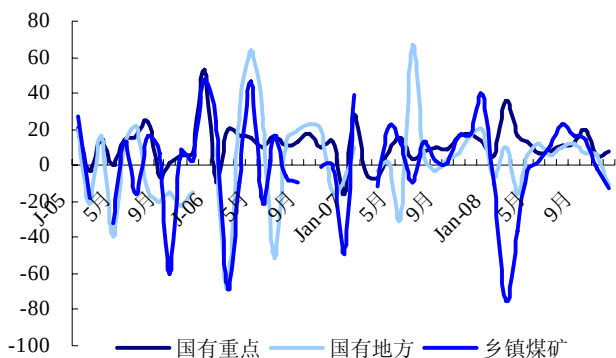
(08.10.29)

1. 08 年 12 月煤炭行业运行特点

1.1. 当月产量同比下降，小煤矿减产贡献大

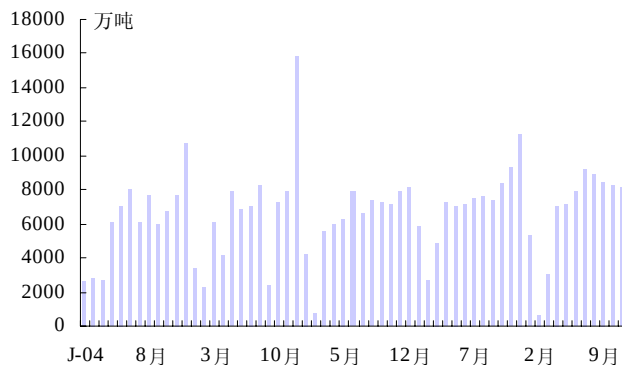
11 月全国原煤产量 2.30 亿吨，同比减少 604 万吨，幅度为 2.56%，环比 10 月份微幅增长 0.71%，基本持平；1-11 月份累计生产原煤 24.55 亿吨，同比增长 11.7%。小煤矿产量负增长，11 月当月乡镇煤企生产原煤 8109 万吨，同比下降 1178 万吨，幅度为 12.68%，环比减少 1.33%，已经是 8 月份以来连续 4 个月减产。11 月、12 月通常是小煤矿的生产高峰期，由于其目标客户（小钢厂、小电厂）停产限产面相对更大，小煤矿减产幅度较大。1、2 月份是传统的假期和小煤矿产量低潮，预计未来 2-3 个月内小煤矿仍将维持相对低产量。

图 1: 三类煤炭企业产量同比增幅对比



数据来源：煤炭资源网，国泰君安证券研究所

图 2: 乡镇煤企单月产量变动趋势



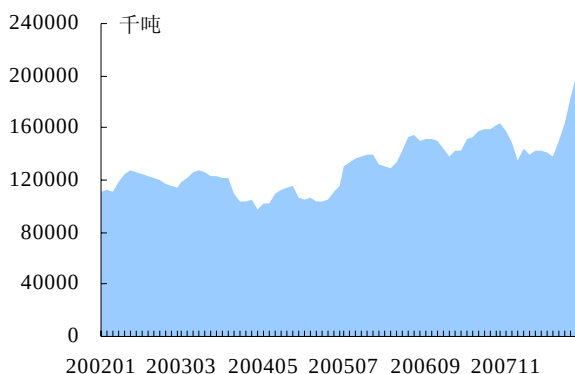
数据来源：煤炭资源网，国泰君安证券研究所

1.2. 社会库存创新高，秦皇岛疏港效果明显

截至 11 月底，全社会煤炭库存为 2.02 亿吨，较年初增加 6648 万吨，幅度为 49.15%，较上月增加 1804 万吨，幅度为 9.82%，当月库存量刷新上月创下的 2002 年以来的月度新高。从库存结构来看，11 月底电力企业、煤炭企业和港口占库存的比重为 25.60%、25.68%和 12.47%，电力、煤炭企业占比分别较上月上升 1.63 和 3.26 个百分点，港口占比较上月下降 0.35 个百分点。

秦皇岛港库存在 11 月中旬创 929.45 万吨的新高后持续回落，截至 12 月 27 日，库存量为 625.2 万吨，较高点回落 32.73%，较去年同期增长 19.20%。

图 3: 2000 年 1 月-2008 年 11 月底全社会煤炭库存



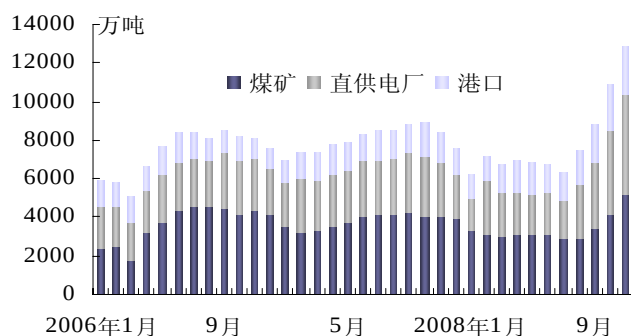
数据来源：煤炭资源网

图 4: 秦皇岛港口库存



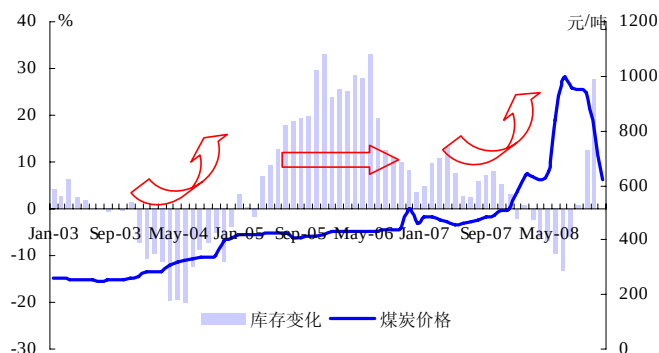
数据来源：煤炭资源网

图 5: 煤矿、电厂及港口库存



数据来源：煤炭资源网

图 6: 库存变化与价格

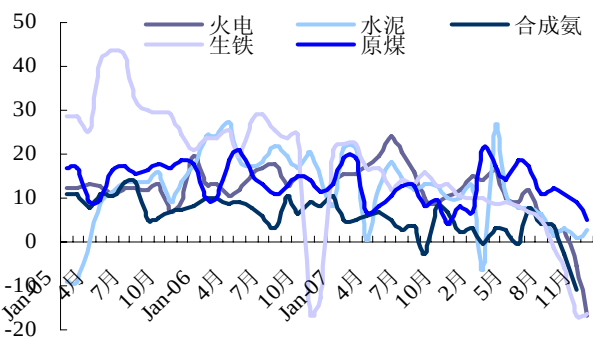


数据来源：煤炭资源网

1.3. 需求下滑趋势仍在延续

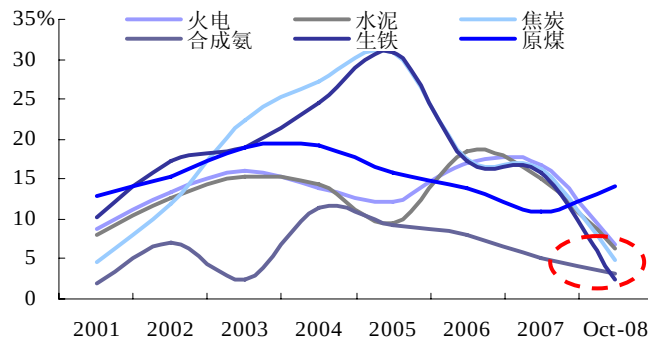
需求疲软态势仍在持续，11 月当月火电发电量和生铁产量分别同比下降 16.6% 和 16.2%。其中生铁产量已经连续 4 个月负增长，但下降幅度较 10 月略有减少。1-11 月火电发电量、生铁产量分别累计同比增长 4.7% 和 1.0%，均创 7 年来新低。

图 7: 下游产业产量月度同比增长



数据来源：国家统计局

图 8: 下游产业产量累计同比增长



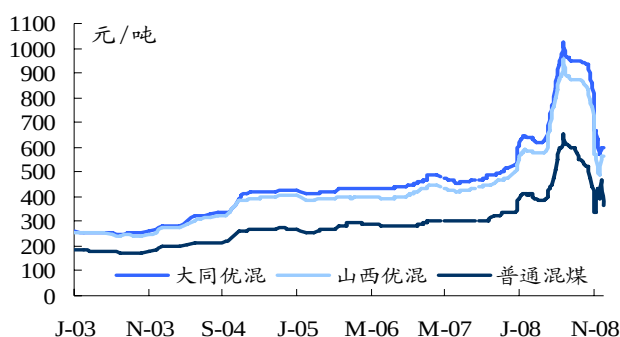
数据来源：国家统计局

1.4. 国内外煤价企稳

12 月前半月秦皇岛动力煤价格继续下跌，后半月企稳。12 月底秦皇岛发热量为 6000 大卡动力煤含税车板价为 600 元/吨，较上月同期下降 10.45%，较月中低点上涨 5.26%。

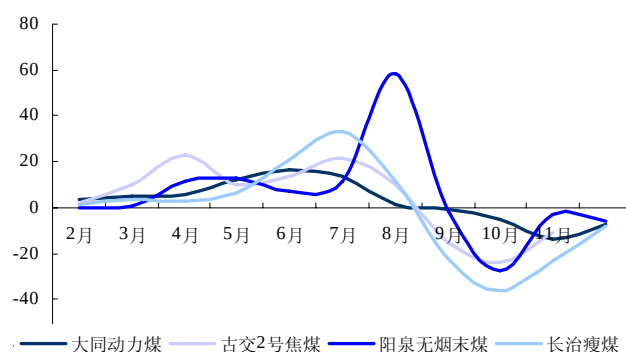
坑口动力煤价格跌势趋缓，焦煤价格反弹。截至 12 月 29 日，大同动力煤坑口价格较上月同期下跌 1.05%，环比跌幅较上月减少 15 个百分点，11 月均价环比下跌 7.12%，跌幅较上月减少 7 个百分点，跌幅明显减缓。古交 8 号焦煤、2 号焦煤月度均价则环比分别上涨 2.43%和 1.40%。

图 9：秦皇岛动力煤价格走势



数据来源：煤炭资源网，国泰君安证券研究所

图 10：山西坑口煤炭价格环比涨跌幅度

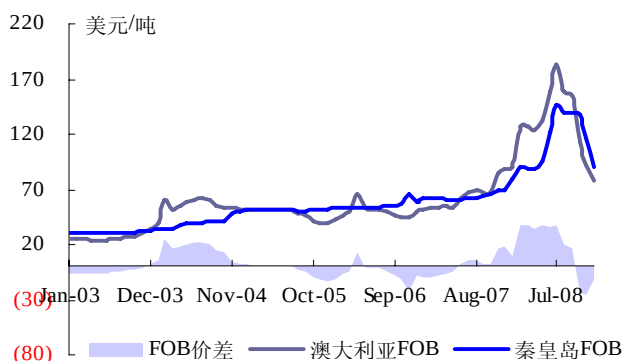


数据来源：煤炭资源网，国泰君安证券研究所

国际市场方面，国际煤价在 11 月下跌后出现企稳迹象，截至 12 月 18 日，澳大利亚 BJ 动力煤价格为 79.7 美元/吨，已经连续 4 周维持在 80 美元附近。按照同等发热量折算后，12 月同等发热量澳煤均价较秦皇岛大同优混的价格高 12 美元，价差较上月缩小 13 美元。

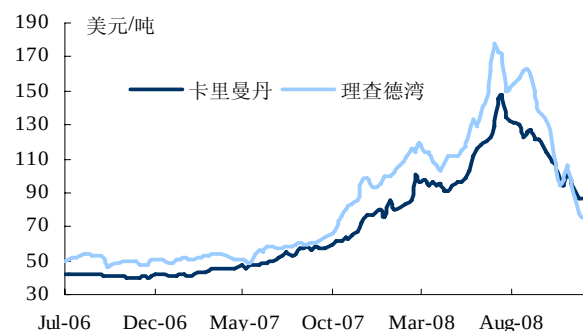
其他主要煤炭出口国煤价也出现稳定迹象，截至到 2008 年 12 月 22 日，南非理查德湾（6000 大卡）、印尼卡利曼丹（5900 大卡）FOB 价格分别为 82 美元/吨和 79.5 美元/吨，也是连续 1 个月左右维持在 80 美元左右。

图 11：澳大利亚 BJ 动力煤价格及与国内价差



数据来源：CCTD，国泰君安证券研究所

图 12：印尼、南非煤炭价格走势



数据来源：CCTD，国泰君安证券研究所

2. 我们对近期煤价的判断

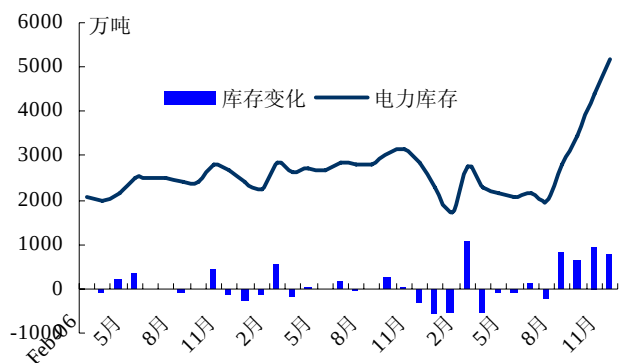
2.1. 动力煤中转价格有望暂时稳定，但坑口价格仍有一定压力

港口煤价得到几个方面的支撑：第一、港口库存得以疏散、电力企业库存环比增幅下降；第二由于进入“三九”季节旺季因素支撑力度增大；第三、国际煤价的企稳和国内外价差的缩小也减小了港口煤价的压力。

坑口煤价相对仍有下跌压力。消费下降时库存增加的先后顺序依次为消费-中转-生产企业，目前电力企业、港口中转的煤炭库存已经开始消化，但煤炭企业库存高增长的势头仍未现减缓，煤企库存连续4个月上升，并呈现加速态势，11月底煤炭企业库存环比上升25.78%，增速较上月提高4个百分点。

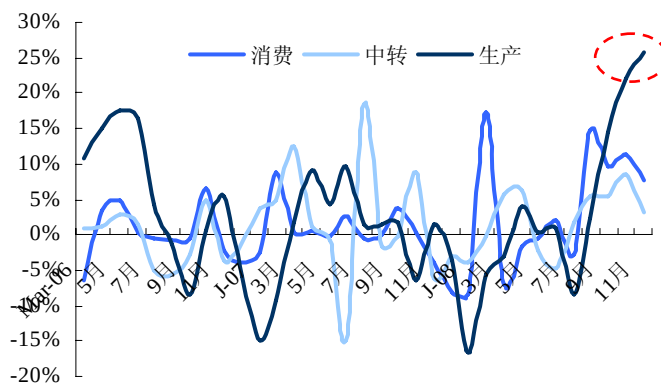
从坑口、港口及最终用户等各环节的加价来看，近期产地到秦皇岛港的加价出现了非正常的低价（见表1和图15），我们理解为港口存煤减少主要是迫于库存压力赔本甩卖的结果，而非需求的提振，这意味着煤炭企业减产压力仍比较大。假设当前港口价为合理价格，考虑正常的运输等环节费用，坑口价格仍有10%左右的下跌空间；另一种可能的情况是，减产力度持续较大，坑口价格坚挺，秦皇岛中转价格或出现阶段性的小幅上涨。

图 13: 电力企业煤炭库存及月度变化



数据来源：煤炭资源网

图 14: 各个环节煤炭库存月度环比变化



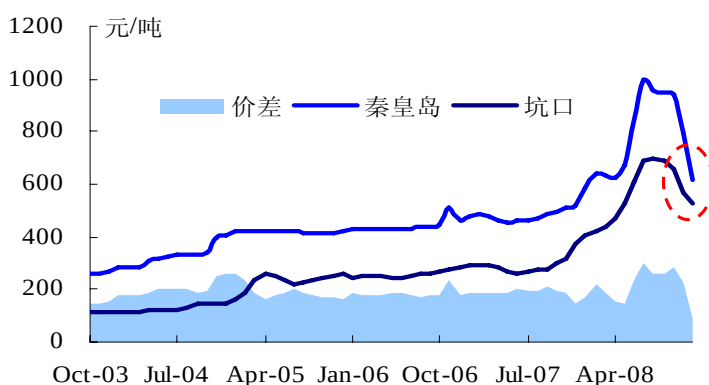
数据来源：煤炭资源网

表 1: 煤炭中转各环节加价

	山西坑口	坑口-车板加价	车板-秦皇岛加价	秦皇岛-广州加价
2008-12-29	531	59	10	320
2008-11-30	537	63	70	260
2008-10-30	616	74	175	155
2008-7-30	661	79	165	315
2008-5-30	514	66	88	212
2008-3-30	429	68	78	225
2008-1-30	390	100	78	112

数据来源：煤炭资源网

图 15: 大同动力煤秦皇岛与坑口价格及价差

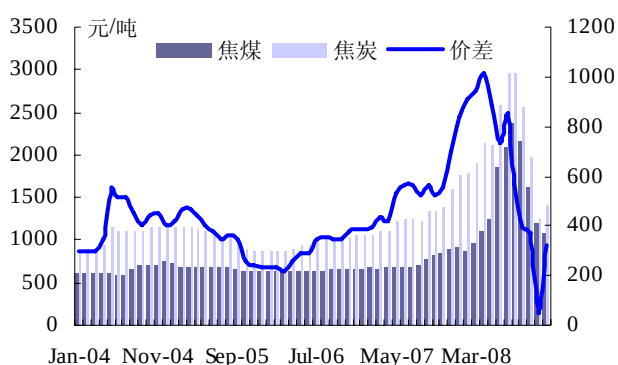


数据来源: 煤炭资源网

2.2. 冶金煤价格有望继续稳定

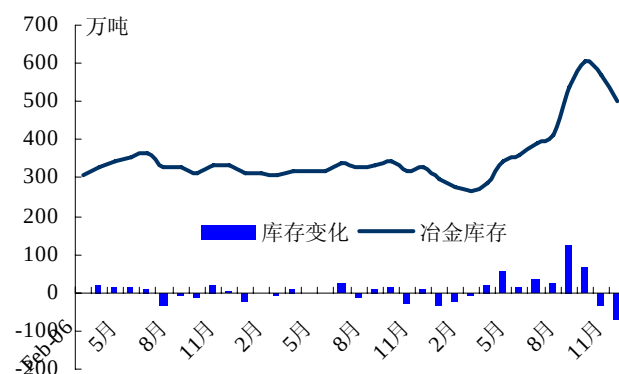
我们预计焦煤价格仍有望继续维持稳定, 在小幅度内波动, 支撑因素包括: 第一, 钢铁产量降幅出现企稳趋势, 焦炭、钢铁行业价格小幅回升, 表明下游行业减产力度减缓, 且产能利用率仍有望继续恢复; 第二, 钢铁企业存货继续消化。冶金企业煤炭库存继 10 月下降后, 11 月底库存为 571.38 万吨, 较上月回落 12.42, 降幅较上月提高 7 个百分点, 但较上年同期仍高 51.83%。

图 16: 焦炭-焦煤价差变化趋势



数据来源: 煤炭资源网, 国泰君安证券研究所

图 17: 冶金企业库存及变化



数据来源: 煤炭资源网, 国泰君安证券研究所

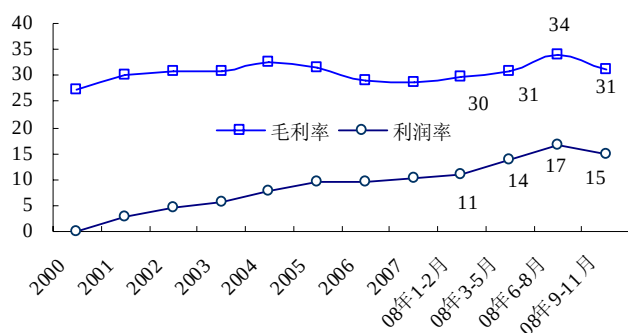
煤价获得短期均衡, 但基础仍比较脆弱, 其脆弱性在于: 供给方面, 价格暴跌、销售不畅引起的被动减产是价格得以维稳的供给面原因, 这部分未利用的产能成为蓄水池, 随时可能释放, 考验需求承受力, 我们更期待有影响长期供给的催化因素出现, 如小煤矿的退出力度加大或整合的政策支持力度加大; 需求方面, 火电的旺季因素以及钢铁等下游行业在逐步消化高库存的基础上实现产量降幅趋缓、价格企稳是煤价稳定的需求面支撑, 但其下游需求是否见底回升还待观察和确认, 否则较低的产能利用率难以支持煤价长期和大幅回升; 此外, 煤炭各环节的高库存也是压制煤价的重要因素。

2.3. 预计煤炭上市公司 4 季度业绩不低于 2 季度，但盈利质量下降

根据统计局数据，前 11 个月煤炭行业毛利率为 31.81%，利润率为 14.68%，仍为历史较好水平。其中 9-11 月毛利率和利润率分别为 31.13%和 14.73%，分别较 6-8 月降低 3 个百分点和 2 个百分点，但仍较 3-5 月份高 0.4 个百分点和 1.07 个百分点；9-11 月份收入、毛利、利润分别环比 6-8 月下降 6.22%、14.21%和 17.64%。从行业的盈利情况推测，4 季度单季煤炭上市公司的盈利应略高于 2 季度，至少不低于 2 季度。

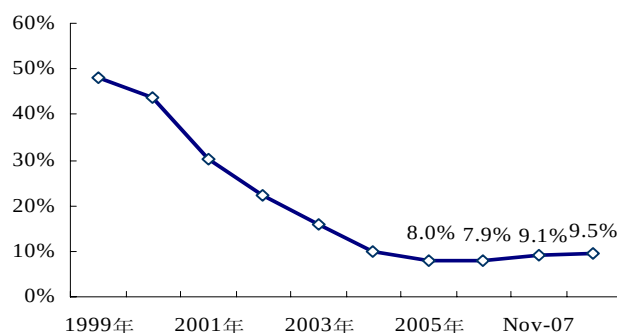
此外，我们比较担心盈利的质量。从目前行业数据来看，前 11 个月累计应收账款较去年同期上升 69.43%，与收入增幅基本一致，占营业收入的比重为 9.50%，相对近年同期数据略高，而从 9-11 月份的数据来看，账款回收已经大不如前，9-11 月份应收账款环比 6-8 月份上升 80.43%，而同期销售收入的环比增幅为-6.22%。我们预计上市公司 4 季度业绩难免出现应收账款上升和盈利现金比下降的情况。

图 18: 煤炭行业毛利率与利润率变动趋势



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究所

图 19: 煤炭行业应收账款/收入变化情况



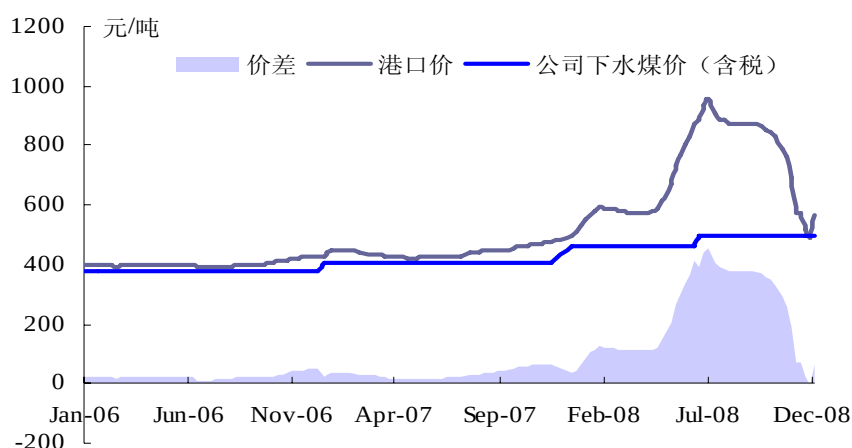
数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究所

3. 本月行业公司重大事件点评

3.1. 09 年合同煤炭价格谈判无果而终

09 年煤炭定货会上再现煤电博弈，煤炭企业希望合同价格至少弥补增值税上调部分，电力企业则以自己的盈亏平衡点确定价格，煤电各从自己的利益出发各执一词，09 年合同价格谈判没有形成最终结果。目前不利于煤炭企业的问题在于市场煤价已经跌至 08 年合同价格附近，未来可能仍有下跌空间。我们认为合同价与市场价并轨的时机已经成熟，2009 年有可能实现两大价格体系事实上的接轨。

图 10: 神华下水煤含税价与秦皇岛同类产品价格差



数据来源：国泰君安证券研究所

预计 09 年各公司合同煤价涨幅差异会比较大。由于 2008 年煤炭市场变化幅度太大，各公司合同价格执行情况不同，而各公司 08 年合同价格调整与否、调整幅度决定了 09 年的基数不同，因而与以往年度各公司合同煤价同涨同跌的局面不同，09 年各公司的合同价格上涨或下跌的方向、涨跌幅不尽相同。

表 2: 部分重点煤炭上市公司动力煤销售平均价格

简称	动力煤售价			吨煤成本			吨煤毛利			年内有无调价
	2006	2007	1H2008	2006	2007	1H2008	2006	2007		
西山煤电	291	293	411	239	235	328	52	58	83	无
兖州煤业	274	317	451	184	211	282	90	106	169	有
潞安环能	344	296	381	249	238	323	95	58	58	有
平煤天安	238	265	325	240	273	363	-2	-8	-39	有
大同煤业	334	334	434	146	179	189	188	155	245	有
中国神华	308	313	353	128	184	178	180	129	175	无
国投新集	319	359	418	214	244	290	105	114	128	不祥
中煤能源	241	312	398	131	154	203	110	158	195	无

数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究所

3.2. 山西省国有大型企业 09 年 1 月限产

山西煤炭工业局下达 09 年 1 月重点国有煤炭集团生产计划，按照该计划，与 11 月相比，5 大集团与平朔公司总的减产幅度为 34%。

限产的效果恐难乐观。根据 2008 年 10 月份数据，山西省煤炭产量占全国产量的比重为 25.18%，其中国有重点矿占 51.72%，换言之，减产计划能够控制的产量占全国 13% 左右，仅仅依靠这 13% 的力量限产对市场价格影响有限。在当前的市场格局下，即使一个省份的联合体依然是价格的接受者而非制定者！

更重要的是，主动限产不理性。假设最理想的情况发生，即山西 5 大集团及平朔公司减产后可以维持价格，那么对于其他省份的大型煤矿以及以低成本占优的小煤矿来说最优策略是满负荷生产以趁机扩大市场份额和销售收入，大量 Free rider 的存在反使主动限产的企业陷入被动。

山西省煤炭局在年度合同价格谈判前夕推出减产计划，我们理解更多是一种谈判的策略。当前对于煤炭企业个体最优策略是开拓销路和市场，根据自己能够获得的最大市场份额来决定自身的产能利用率，因而以销定产的被动减产是更符合企业利益的选择。

表 3：5 大集团及平朔公司产量及 09 年 1 月计划

	10 月	11 月	1 月计划	相对 11 月变动
合计	2675.16	2738.21	1815	33.72%
同煤集团	542.72	495.45	350	29.36%
焦煤集团	714.39	684.45	410	40.10%
阳煤集团	300.56	341.86	245	28.33%
潞矿集团	203.42	254.18	175	31.15%
晋煤集团	288	291.63	240	17.70%
平 朔	626.07	670.64	395	41.10%

数据来源：山西煤炭工业局，国泰君安证券研究所

4. 2008 年 12 月煤炭板块市场表现

表 4：煤炭板块市场表现

	1 年		3 月		1 月	
	绝对收益率	相对收益率	绝对收益率	相对收益率	绝对收益率	相对收益率
煤炭指数	-68.69	-3.30	-29.18	-8.96	6.64	11.07
上证指数	-65.39	-	-20.22	-	-4.43	-

数据来源：Wind，截至到 2008 年 12 月 31 日

从二级市场表现来看，煤炭板块本月跑赢大盘，在经历 7 个月的负相对收益率后，行业景气下滑的风险已经得到较大程度的释放，煤价的企稳提供反弹机会。

表 5：1998-2008 年煤炭板块估值与收益率

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
市盈率（倍）	20.83	29.7	52.25	38.15	26.87	28.61	15.59	8.94	12.88	59.25	9.66
市净率（倍）	2.81	4.47	6.16	3.55	2.53	2.83	2.66	1.72	2.35	13.9	2.28
绝对收益率%	-17.16	106.75	88.70	-31.31	-23.18	20.34	11.37	-28.27	57.43	324.21	-67.57
相对收益率%	0.70	27.63	39.92	-10.00	-6.82	9.48	26.94	-19.74	-54.54	210.12	-2.10

数据来源：天相系统，国泰君安证券研究所

5. 重点公司盈利预测及投资策略

表 6: 重点公司业绩预测

简称	投资评级	2008EPS	PB	2009EPS	PB
中国神华	谨慎增持	1.53	2.43	1.48	2.02
西山煤电	谨慎增持	1.32	3.45	0.88	2.75
盘江股份	谨慎增持	1.27	3.32	0.57	2.99
潞安环能	中性	2.01	2.52	0.96	2.42
平煤股份	中性	2.26	1.79	0.93	1.73
兖州煤业	中性	1.82	1.53	0.93	1.31
大同煤业	中性	1.85	1.77	1.07	1.53
中煤能源	中性	0.53	1.43	0.49	1.29

数据来源: 国泰君安证券研究所

从行业 2009 年的运行趋势来看, 依然是景气快速下行的阶段, 3 月份旺季因素消除后动力煤价格可能仍有一定下跌空间, 而成本刚性、增值税提高因素使煤炭公司的业绩的环比下滑现象至少持续到 09 年 2 季度, 行业缺乏向上驱动力; 从估值上看, 中性预期下 09 年 PB 为 2 倍左右, 与行业周期下行阶段的估值相比基本合理, 我们维持对行业的中性评级。未来 2-3 个月煤价的稳定以及相对较低的估值仍支持煤炭板块的反弹, 之后煤炭股可能面临 1 季报下滑和煤价重陷跌势的双重考验。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com